



聚和材料 (688503.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩短期承压，大力构建全新产品矩阵

业绩简评

2025年8月26日，公司发布2025年半年报。2025上半年公司实现营业收入64.35亿元，同比-4.87%；实现归母净利润1.81亿元，同比-39.58%；其中二季度实现营业收入34.41亿元，环比+14.93%，实现归母净利润9100.46万元，环比+1.51%，业绩符合预期。

经营分析

行业拐点向上，信用减值计提规模显著收窄：2025上半年，由于下游光伏客户盈利仍然承压，银行承兑付款比例相应增加，客户回款周期拉长，二季度公司经营活动产生的现金流量净额为-9.79亿，环比下降722.69%；二季度公司计提减值损失0.39亿元，环比转负，考虑到公司的客户结构中主要以头部企业为主，经营韧性相对较强，随着光伏行业“反内卷”持续推进，公司经营现金流及减值情况有望修复。

专注光伏浆料产品研发，迭代迅速以响应客户需求：公司在光伏导电浆料领域构建了覆盖 TOPCon、HJT、XBC 及钙钛矿叠层电池的全场景技术矩阵，实现了“TOPCon-LECO 高性能银浆”、“抗 UV 衰减银浆技术”等多项金属化技术里程碑突破，全年累计效率增益+0.2；“超窄线宽印刷技术”、“铜浆烧结技术”助力单片银耗量大幅下降，进而推动电池成本下降；30%以下银含量浆料实现规模化量产；“钙钛矿叠层专用浆料”攻克超低温（≤130℃）固化下电极稳定性瓶颈，为产业级叠层组件量产扫清障碍。

向上延伸产业链布局，横向拓展产品矩阵：非光伏银浆领域，子公司匠聚已形成覆盖射频器件、片式元器件、PDLC（电致变色玻璃）、EC 导电胶、LTCC（低温共烧陶瓷）、高性能导热材料等多维度的电子浆料产品矩阵，实现单月吨级量产出货，在通信、电子元器件、汽车等领域完成导入；子公司德朗聚开发出新一代光伏组件封装定位胶、绝缘胶及电池保护胶等系列产品，在 ECA 导电胶等产品上建立性能领先优势，OBB 封装定位胶已在相关客户实现规模化量产，新型绝缘胶与电池保护胶系列产品有效解决 BC 组件的工艺痛点，助力其产业化进程。

盈利预测、估值与评级

根据公司出货情况及最新业务进展，调整公司 2025-2027 年盈利分别为 4.11/5.06/6.04 亿元，对应 EPS 为 1.70/2.09/2.50 元，当前股价对应 PE 分别为 31/25/21 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新技术渗透不及预期，研发进展不及预期。

新能源与电力设备组

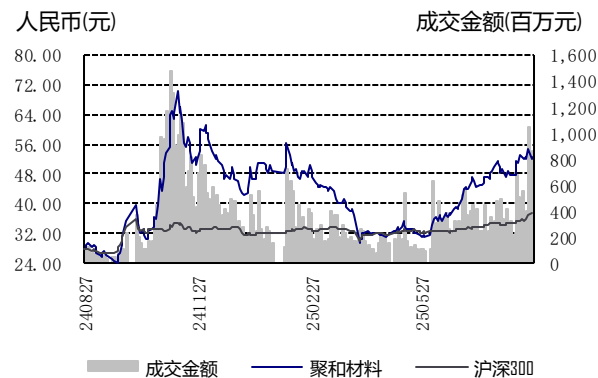
分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：52.79 元

相关报告：

- 《聚和材料公司点评：业绩符合预期，关注贱金属浆料进展》，2025.4.28
- 《聚和材料公司点评：业绩符合预期，盈利能力、经营质量表现亮眼》，2024.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,290	12,488	13,786	12,751	13,224
营业收入增长率	58.21%	21.35%	10.40%	-7.51%	3.71%
归母净利润(百万元)	442	418	411	506	604
归母净利润增长率	13.00%	-5.45%	-1.78%	23.18%	19.42%
摊薄每股收益(元)	2.669	1.727	1.696	2.090	2.496
每股经营性现金流净额	-16.08	-3.70	2.30	5.70	3.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.99%	9.00%	7.60%	8.87%	9.95%
P/E	20.08	25.64	31.12	25.26	21.15
P/B	1.80	2.31	2.37	2.24	2.11

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	6,504	10,290	12,488	13,786	12,751	13,224
增长率		58.2%	21.4%	10.4%	-7.5%	3.7%
主营业务成本	-5,753	-9,280	-11,401	-12,646	-11,645	-12,014
%销售收入	88.4%	90.2%	91.3%	91.7%	91.3%	90.8%
毛利	752	1,010	1,086	1,139	1,106	1,211
%销售收入	11.6%	9.8%	8.7%	8.3%	8.7%	9.2%
营业税金及附加	-7	-15	-26	-28	-26	-26
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-25	-40	-49	-41	-38	-40
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-63	-87	-86	-110	-102	-106
%销售收入	1.0%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用	-214	-294	-310	-303	-281	-291
%销售收入	3.3%	2.9%	2.5%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	442	573	616	657	660	748
%销售收入	6.8%	5.6%	4.9%	4.8%	5.2%	5.7%
财务费用	-32	-39	-41	-88	-68	-46
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.6%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-20	-94	-141	-96	-79	-53
公允价值变动收益	0	-13	-26	-51	0	0
投资收益	23	41	-22	-30	-10	-10
%税前利润	5.4%	8.3%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	428	498	483	471	583	699
营业利润率	6.6%	4.8%	3.9%	3.4%	4.6%	5.3%
营业外收支	0	0	-2	0	0	0
税前利润	428	498	481	471	583	699
利润率	6.6%	4.8%	3.9%	3.4%	4.6%	5.3%
所得税	-37	-57	-71	-71	-87	-105
所得税率	8.6%	11.4%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	391	441	410	401	496	594
少数股东损益	0	-1	-8	-10	-10	-10
归属于母公司的净利润	391	442	418	411	506	604
净利率	6.0%	4.3%	3.3%	3.0%	4.0%	4.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	391	441	410	401	496	594
少数股东损益	0	-1	-8	-10	-10	-10
非现金支出	60	166	217	161	152	134
非经营收益	1	-34	0	236	98	76
营运资金变动	-1,667	-3,237	-1,523	-241	633	31
经营活动现金净流	-1,215	-2,664	-895	557	1,379	836
资本开支	-159	-100	-212	-77	-123	-123
投资	-1,999	234	-84	-351	-100	-100
其他	21	0	0	-30	-10	-10
投资活动现金净流	-2,136	133	-296	-458	-233	-233
股权募资	2,956	0	1	520	0	0
债权募资	-415	-30	733	-41	-805	-262
其他	1,453	2,392	326	-277	-290	-308
筹资活动现金净流	3,994	2,362	1,059	202	-1,095	-570
现金净流量	645	-172	-158	300	51	33

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	773	749	622	919	968	1,000
应收款项	2,029	3,257	3,874	3,944	3,359	3,325
存货	605	1,327	929	893	738	695
其他流动资产	2,114	1,462	1,365	1,514	1,608	1,711
流动资产	5,521	6,794	6,791	7,271	6,674	6,731
%总资产	95.0%	90.6%	85.1%	86.4%	84.9%	84.5%
长期投资	0	285	645	645	645	645
固定资产	124	204	306	317	325	330
%总资产	2.1%	2.7%	3.8%	3.8%	4.1%	4.1%
无形资产	129	156	117	164	207	244
非流动资产	291	702	1,185	1,141	1,190	1,232
%总资产	5.0%	9.4%	14.9%	13.6%	15.1%	15.5%
资产总计	5,811	7,496	7,976	8,411	7,864	7,963
短期借款	769	1,936	2,602	2,582	1,777	1,515
应付款项	367	512	552	291	266	274
其他流动负债	110	104	143	142	133	135
流动负债	1,246	2,552	3,297	3,014	2,176	1,924
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	23	37	7	5	4
负债	1,264	2,576	3,334	3,022	2,181	1,927
普通股股东权益	4,547	4,920	4,644	5,402	5,705	6,068
其中：股本	112	166	242	242	242	242
未分配利润	752	1,133	1,337	1,583	1,887	2,249
少数股东权益	0	0	-2	-12	-22	-32
负债股东权益合计	5,811	7,496	7,976	8,411	7,864	7,963

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	3.496	2.669	1.727	1.696	2.090	2.496
每股净资产	40.631	29.704	19.189	22.318	23.572	25.069
每股经营现金净流	-10.855	-16.083	-3.700	2.301	5.696	3.454
每股股利	0.538	1.131	0.435	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	8.60%	8.99%	9.00%	7.60%	8.87%	9.95%
总资产收益率	6.73%	5.90%	5.24%	4.88%	6.43%	7.59%
投入资本收益率	7.60%	7.40%	7.24%	7.01%	7.52%	8.42%
增长率						
主营业务收入增长率	27.94%	58.21%	21.35%	10.40%	-7.51%	3.71%
EBIT 增长率	54.09%	29.76%	7.41%	6.67%	0.45%	13.29%
净利润增长率	58.53%	13.00%	-5.45%	-1.78%	23.18%	19.42%
总资产增长率	102.85%	28.99%	6.41%	5.46%	-6.50%	1.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.6	51.3	56.2	50.0	48.0	46.0
存货周转天数	36.1	38.0	36.1	28.0	26.0	24.0
应付账款周转天数	11.2	4.0	2.1	3.0	3.0	3.0
固定资产周转天数	6.9	5.7	5.3	4.6	4.6	4.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.05%	-4.21%	18.12%	6.01%	-11.08%	-16.96%
EBIT 利息保障倍数	13.9	14.9	15.1	7.4	9.7	16.3
资产负债率	21.75%	34.36%	41.80%	35.92%	27.74%	24.21%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	6	16
增持	0	0	1	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.25	1.40	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究